

健鼎 (3044 TT) Tripod

期望值極佳的 AI Server 概念股

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$300.0

收盤價 (2024/03/06) : NT\$217.0

隱含漲幅 : 38.2%

營收組成 (4Q23)

伺服器/网通 23%、手機 9%、汽車 26%、記憶體 21%、硬碟 2%、面板 8%、筆電 6%、其他 5%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	300.0	300.0
2024年營收 (NT\$/十億)	65.2	68.6
2024年EPS	15.0	16.1

交易資料表

市值	NT\$114,060百萬元
外資持股比率	38.9%
董監持股比率	4.9%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$93.40
負債比	43.0%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	65,784	58,862	65,153	70,319
營業利益	6,769	6,624	9,157	10,627
稅後純益	6,200	6,062	7,910	9,111
EPS (元)	11.80	11.53	15.05	17.33
EPS YoY (%)	5.8	-2.3	30.5	15.2
本益比 (倍)	18.4	18.8	14.4	12.5
股價淨值比 (倍)	2.7	2.5	2.3	2.1
ROE (%)	15.4	13.5	16.1	17.1
現金殖利率 (%)	3.4%	3.4%	4.4%	5.0%
現金股利 (元)	7.45	7.26	9.48	10.92

張晏榮

Will.chang@yuanta.com

林采潔

stacylin68@yuanta.com

元大觀點

◆ 4Q23 毛利率優於市場預期，1Q24 營收/毛利率維持高檔。

—美系品牌客戶近期針對 AI Server 釋出強勁展望，有望帶動健鼎 AI

◆ Server 板材出貨量進一步上修，公司於 AI Server 佈局仍處初期階段，低基期特性將使後續營運成長更具爆發性。

◆ 公司持續優化產品組合，且 AI Server 及 Regular Server 長期成長動能明確，維持買進評等，目標價係根據 19 倍 2H24-1H25 EPS 推得。

4Q23 毛利率表現亮眼，產品組合持續轉佳

4Q23 營收 149.5 億，季減 8%，低於本中心及市場預期 5%/1%，主因 1) 消費性產品需求疲軟；2) 年底客戶庫存盤點導致拉貨遞延。毛利率 22.2%，季增 0.1 個百分點，雖面臨營收下滑造成折舊壓力提升以及些微人民幣匯率逆風影響，但受惠產品組合轉佳，且 HDI 占比季增 3.0 個百分點至 34.7%，加上原物料成本控管得宜，帶動毛利率優於本中心及市場預期 0.4/0.9 個百分點。營業利益 20.3 億，季減 13%，EPS 3.46 元，低於本中心預期 4%。

AI Server 佈局陸續發酵，1Q24 營收/毛利率維持高檔

1Q24 在 AI Server 板材持續放量下，加上 Server 及 Auto 板材於 12M23 遞延出貨挹注，本中心預期 1Q24 營收將季增 0.8% 至 150.8 億，其中一二月營收預期將有較大落差，除工作天數因素外，中國因暴雪影響導致部分 2M24 訂單於 1M24 提前拉貨。雖受傳統淡季及中國廠區加薪影響，但在產品組合持續轉佳下，預期 1Q24 毛利率將季減 2.1 個百分點至 20.1%，為近 13 年同期新高。營業利益 18.7 億，季減 8%，EPS 3.11 元，上調 13%。

產品結構積極轉型，Server (AI/Regular) 為長線主要成長動能

2024 年 Regular Server 雖仍受排擠效應影響，但在兩大新伺服器平台滲透率提升下，加上越南廠 Server 產能於 2H24 逐步開出，預期營運仍將重返正增長。AI Server 受惠一美系主力品牌客戶於近期法說會釋出對於 AI Server 強勁樂觀展望 (FY 4Q23 AI-optimized Server 訂單季增 40%，且在手訂單 QoQ 翻倍成長達 29 億美元)，預期後續 AI Server 板材出貨量有望進一步上修，並帶動 Server 產品組合明顯優化。本中心預期 2024 年營收將年增 10.7% 至 651.5 億，下修 5%，主因 1) 公司逐步降低手機及面板應用曝險；2) 汽車市況趨緩，毛利率年增 2.5 個百分點至 21.8%，營業利益 91.6 億，年增 38.2%，稅後淨利 79.1 億，年增 30.5%，EPS 15.05 元，下調 6%。

營運分析

4Q23 毛利率表現亮眼，產品組合持續轉佳

4Q23 營收 149.5 億，季減 8%，低於本中心及市場預期 5%/1%，主因 1) 消費性產品需求疲軟(例：Display、手機、遊戲機等)；2) 年底客戶庫存盤點導致拉貨遞延。4Q23 毛利率 22.2%，季增 0.1 個百分點，雖面臨營收下滑造成折舊壓力提升以及些微人民幣匯率逆風影響，但受惠產品組合轉佳(汽車、Server/Networking、DRAM 營收占比皆季增)，且 HDI 占比季增 3.0 個百分點至 34.7%，加上原物料成本控管得宜，帶動毛利率優於本中心及市場預期 0.4/0.9 個百分點。營業利益 20.3 億，季減 13%，低於本中心及市場預期 8%/1%。EPS 3.46 元，低於本中心預期 4%，高於市場預期 3%。

圖 1：健鼎各季產品組合及營收變化

	Product Mix											
	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
DRAM/SSD	18%	20%	19%	20%	20%	24%	22%	20%	19%	19%	18%	21%
Hard Disk Drive	4%	4%	4%	4%	3%	3%	2%	2%	3%	2%	2%	2%
NB	9%	8%	8%	9%	6%	6%	6%	6%	5%	7%	6%	6%
Display	13%	15%	14%	11%	11%	10%	7%	8%	8%	9%	9%	8%
Handset/Portable	16%	13%	14%	15%	14%	11%	9%	11%	8%	9%	10%	9%
Server/Networking	17%	17%	17%	17%	18%	22%	23%	22%	21%	19%	22%	23%
Automotive	19%	18%	17%	18%	18%	20%	22%	24%	30%	27%	25%	26%
Others	5%	5%	7%	7%	11%	6%	9%	7%	6%	7%	9%	5%
QoQ												
DRAM/SSD	15%	12%	3%	5%	4%	15%	-6%	-20%	-11%	-1%	11%	7%
Hard Disk Drive	-19%	15%	5%	-14%	-10%	-17%	-23%	-23%	40%	-36%	10%	4%
NB	-15%	-13%	12%	14%	-29%	-11%	15%	-23%	-6%	22%	-2%	-1%
Display	7%	14%	1%	-21%	7%	-16%	-21%	-7%	2%	6%	11%	20%
Handset/Portable	-4%	-14%	14%	10%	-8%	-22%	-15%	3%	-29%	7%	26%	14%
Server/Networking	8%	-2%	7%	4%	10%	14%	10%	18%	-7%	-16%	43%	-3%
Automotive	6%	-5%	0%	11%	3%	5%	16%	-5%	18%	-13%	13%	-4%
Others	-33%	-6%	53%	11%	59%	-46%	51%	-33%	-14%	6%	51%	49%

資料來源：公司資料、元大投顧

圖 2：2023 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23A	季增率	年增率	4Q23F		預估差異		
						元大預估	市場預估	元大	市場	
營業收入	14,663	16,239	14,951	-8%	2%	15,721	15,177	-5%	-1%	
營業毛利	2,781	3,593	3,324	-7%	20%	3,427	3,234	-3%	3%	
營業利益	1,718	2,328	2,033	-13%	18%	2,203	2,045	-8%	-1%	
稅前利益	2,089	2,763	2,407	-13%	15%	2,429	2,260	-1%	6%	
稅後淨利	1,662	2,129	1,820	-15%	10%	1,895	1,767	-4%	3%	
調整後 EPS (元)	3.16	4.05	3.46	-15%	9%	3.61	3.36	-4%	3%	
重要比率 (%)			百分點		百分點		百分點		百分點	
營業毛利率	19.0%	22.1%	22.2%	0.1	3.3	21.8%	21.3%	0.4	0.9	
營業利益率	11.7%	14.3%	13.6%	-0.7	1.9	14.0%	13.5%	-0.4	0.1	
稅後純益率	11.3%	13.1%	12.2%	-0.9	0.8	12.1%	11.6%	0.1	0.5	

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

AI Server 佈局陸續發酵，1Q24 營收/毛利率維持高檔

1Q24 Regular Server 雖仍面臨排擠效應影響，但在 AI Server 板材持續放量下，加上 Server 及 Auto 板材於 12M23 遞延出貨挹注，本中心預期 1Q24 營收將季增 0.8% 至 150.8 億，其中一二月營收預期將有較大落差，除工作天數因素外，中國因暴雪影響導致部分 2M24 訂單於 1M24 提前拉貨。雖受傳統淡季及中國廠區加薪影響，但在產品組合持續轉佳下，預期 1Q24 毛利率將季減 2.1 個百分點至 20.1%，為近 13 年同期新高。營業利益 18.7 億，季減 8%，稅後淨利 16.4 億，季減 10%，EPS 3.11 元，較前次預估上調 13%。

圖 3：2024 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	14,229	14,951	15,077	1%	6%	14,910	14,902	1%	1%
營業毛利	2,177	3,324	3,030	-9%	39%	2,728	3,005	11%	1%
營業利益	1,056	2,033	1,870	-8%	77%	1,580	1,795	18%	4%
稅前利益	1,466	2,407	2,123	-12%	45%	1,827	2,039	16%	4%
稅後淨利	1,143	1,820	1,635	-10%	43%	1,443	1,583	13%	3%
調整後 EPS (元)	2.18	3.46	3.11	-10%	43%	2.75	3.01	13%	3%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	15.3%	22.2%	20.1%	-2.1	4.8	18.3%	20.2%	1.8	-0.1
營業利益率	7.4%	13.6%	12.4%	-1.2	5.0	10.6%	12.0%	1.8	0.4
稅後純益率	8.0%	12.2%	10.8%	-1.3	2.8	9.7%	10.6%	1.2	0.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

2024 年產品結構積極轉型，Server (AI/Regular)為長線主要成長動能

2024 年 Regular Server 出貨量雖仍面臨排擠效應，但在兩大新平台滲透率逐季提升下，預期產品組合將進一步轉佳，並帶動營運重返正增長。此外，越南邊和廠製程於 1H24 逐步調整後，預期 2H24 也將由先前汽車 PCBA/PCB 產品轉為生產伺服器板，初步對應規格為 10-20 層板，將可支應美系客戶兩大新伺服器平台板材需求，屆時越南廠受惠產品組合轉佳幫助下，預期單月產值將有望超越 2.5 億(過往單月產值介於 2-2.5 億)。AI Server 方面，隨著 CoWoS 產能逐季提升，配合無錫六廠一期產能陸續開出，預期 Switch Board 出貨量也將逐季成長，基於一美系主力品牌客戶於近期法說會釋出對於 AI Server 強勁樂觀展望(FY 4Q23 AI-optimized Server 訂單季增 40%，且在手訂單 QoQ 翻倍成長達 29 億美元)，本中心預期後續 AI Server 板材出貨量有望進一步上修。因 Switch Board 毛利率明顯優於公司平均，且 2024 年 AI Server 出貨量將翻倍成長，預期伺服器及公司整體產品組合皆將進一步優化。

記憶體部分，隨著 PC 及 Server 庫存陸續調整完畢，綜合記憶體三大廠近期 Guidance 及研調機構資料，本中心預期 2024 年 DRAM 位元出貨量將年增 10-20%，其中 DDR5 滲透率提升也將帶動記憶體板規格升級，故本中心初步預期 2024 年 DRAM 板材營收將年增~10%。

車用方面，受利率高檔影響，一主力美系電動車客戶近期預測 2024 年銷量成長率將明顯低於 2023 年，且本次並未給予 2024 年銷售目標，目前該客戶正積極針對車輛成本進行嚴格控管，預期將造成零組件廠價格壓力。同時，海外汽車板大廠 TTM 近期同樣呼籲，因市場需求疲軟，多位客戶已開始進行庫存調整，並預期 2024 年汽車板營收成長率將低於 2022-2027 年 CAGR 3-5%，故本中心研判在經歷 2023 年車用晶片緩解蜜月期後(2023 年健鼎車用營收年增 16%)，後續車用板價量壓力將陸續浮現，然產業一旦出現價格競爭，本中心研判健鼎仍可基於穩健成本結構進一步侵蝕競爭對手市占率以量能彌補短期逆風，故預期 2024 年健鼎車用板營收將呈現年持平至略增(低於過往普遍雙位數成長)。

此外，因手機及面板價量疲軟，本中心預期後續營運佈局將逐步降低兩者營收比重。因韓廠逐步縮減 HDI 事業部，健鼎手機部門將藉此契機進行轉型，由先前主要供應中國手機廠商逐步轉移至增加供應韓系手機中高階機種，其餘產能空缺則將由 HDI NB 填滿(後續如 AI PC 滲透率提升，HDI NB 需求將進一步上揚)；面板因生產廠區無錫二廠折舊已到期，故後續固定成本對於營運衝擊有限。

整體而言，本中心預期 2024 年營收將年增 10.7%至 651.5 億，下修 5%，主因 1) 公司逐步降低手機及面板應用曝險；2) 汽車市況趨緩，毛利率年增 2.5 個百分點至 21.8%，其中 1.5 個百分點來自折舊壓力減輕(2024 年因湖北二廠折舊到期，預期整體折舊金額將呈年減)，其餘毛利率正面因子主要來自於產品組合轉佳，營業利益 91.6 億，年增 38.2%，稅後淨利 79.1 億，年增 30.5%，EPS 15.05 元，較前次預估下修 6%。預期 2024 年將配發現金股利 7.26 元，配息率維持 63%，當前殖利率達 3.4%。

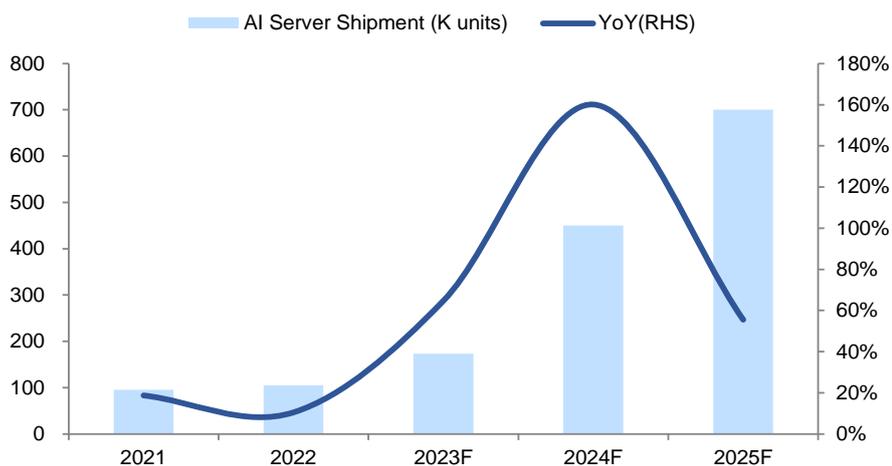
2024 年四大 CSP 資本支出大致符合預期

美國四大 CSP 業者於 CY4Q23 法說會中表示，未來資本支出將會持續提升，主要用於伺服器、AI 伺服器及擴大資料中心建設。本季度，Microsoft 的資本支出季減 2%、年增 55%，主要用於雲端服務需求及 AI 基礎設施投資，未來資本支出將有顯著的季成長以因應 AI 大趨勢；Google 的資本支出季增 37%、年增 45%，主要用於基礎設施投資，其中最大的應用為伺服器，其次為資料中心，預計 2024 年的資本支出會顯著高於 2023 年；Amazon 的資本支出季增 17%、年減 12%，展望 2024 年，由於 AI 及大型語言模型的投資，資本支出將呈現年增態勢；Meta 的資本支出季增 17%、年減 15%，資本支出增長主因通用型伺服器、AI 伺服器以及資料中心的投資增加。

美晶片禁令加速中國自研晶片生產，2024 年 AI 伺服器出貨量至 45 萬台

美國商務部先前公佈最新出口大陸晶片管制條例，相關 GPU 包括 A100/A800/H100/H800/L40S 等高階 AI 應用晶片皆需要事先取得美國政府許可後才可出貨，原預定將有 30 天的緩衝期，但美國政府已改成即刻生效恐影響未來 AI 產業發展。根據調查，儘管無法在短期內增加 GPU 庫存，但中國業者仍有約兩個季度庫存量，且相關 AI 伺服器生產基地位於中國境內，因此短期並不受晶片禁令衝擊，預計庫存將可用至 2H24，但長期將對中國雲端業者業務比重較高的零組件廠及組裝廠有負面影響。本中心原先預估百度、騰訊、阿里巴巴等中國業者於 2024 年的 AI 伺服器需求為 4-5 萬台，不過受惠於中國自研晶片 2Q24 將會問世，預估今年主要出貨給中系 CSP 業者約 2,000-3,000 台，短期而言，中國業者的 AI 伺服器拉貨動能將放緩，但長線而言中國自研 GPU 伺服器出貨量將大幅提升，預估 2024 年全球 AI 伺服器出貨量約 45 萬台，其中 Nvidia 伺服器約 40 萬台、AMD 伺服器約 4.7 萬台、中國伺服器約 0.3 萬台。

圖 4：AI 伺服器出貨量預估



資料來源：元大投顧預估

獲利調整與股票評價

維持健鼎「買進」投資評等，目標價 300 元

健鼎過往營運表現相對平穩，稅後淨利自 2019 年來穩定持平於 60 億水準，EPS 則皆介於 11-12 塊。1H23 在通膨持續影響下，配合終端客戶庫存調整，消費性相關產品遭遇逆風，然目前營運已自 2H23 起逐步復甦，並預期於 2024 年受惠 Server、DRAM 兩大成長動能帶動下，營運有望重回正增長。本中心預估 2024 年營收將年增 10.7% 至 651 億，略為下修 5%，主因 1) 公司逐步降低手機及面板應用曝險；2) 汽車市況趨緩，稅後淨利 79.1 億，年增 31%，EPS 15.05 元。

股票評價方面，根據 Bloomberg 資料，過往三年健鼎本益比交易區間介於 7-18 倍(伺服器板同業金像電為 7-21 倍)，2Q23 前多介於 7-10 倍，本益比於短期出現大幅拉升，顯示 AI 題材深受市場認同。基於伺服器產業於 2023 年出現結構性轉變，AI 運算已開啟另一伺服器龐大需求，目前僅為 AI 趨勢發展開端，故維持「買進」投資評等，目標價 300 元係由 19 倍 2H24-1H25 合計 EPS 推得。

圖 5：2023 和 2024 年財務預估調整

(百萬元)	2023 估		2024 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2023	2024
營業收入	58,862	59,632	65,153	68,633	-1%	-5%
營業毛利	11,387	11,489	14,173	14,904	-1%	-5%
營業利益	6,624	6,793	9,157	9,619	-2%	-5%
稅前利益	8,077	8,100	10,273	10,704	0%	-4%
稅後淨利	6,062	6,136	7,910	8,456	-1%	-6%
調整後 EPS (元)	11.53	11.68	15.05	16.09	-1%	-6%
重要比率 (%)					百分比	百分比
營業毛利率	19.3%	19.3%	21.8%	21.7%	0.1	0.0
營業利益率	11.3%	11.4%	14.1%	14.0%	-0.1	0.0
稅後純益率	10.3%	10.3%	12.1%	12.3%	0.0	-0.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 6：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 7：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率 (%)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
健鼎	3044 TT	買進	217.0	3,564	11.80	11.53	15.05	18.4	18.8	14.4	5.8	(2.3)	30.5
國內同業													
華通	2313 TT	買進	76.4	2,625	6.7	3.3	5.3	11.4	23.3	14.4	55.7	(51.1)	62.2
台光電	2383 TT	買進	498.5	4,520	15.2	16.4	28.9	32.7	30.4	17.3	(7.7)	7.8	75.8
欣興	3037 TT	買進	178.0	8,349	20.1	7.4	10.1	8.9	24.1	17.7	123.3	(63.3)	36.5
景碩	3189 TT	持有-落後同業	96.2	1,451	15.5	(0.9)	3.6	6.2	--	27.0	80.7	--	--
臻鼎-KY	4958 TT	買進	101.5	3,083	15.0	6.7	10.7	6.8	15.2	9.5	47.1	(55.7)	60.4
台郡	6269 TT	持有-落後同業	88.2	881	10.8	6.7	9.1	8.1	13.1	9.8	32.2	(38.1)	34.9
南電	8046 TT	持有-落後同業	210.0	4,641	30.1	9.0	9.6	7.0	23.5	21.8	83.5	(70.2)	7.6
國內同業平均					16.2	6.9	11.0	11.6	21.6	16.8	59.3	(45.1)	46.2

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 8：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
健鼎	3044 TT	買進	217.0	3,564	15.4	13.5	16.1	80.22	85.61	93.40	2.7	2.5	2.3
國內同業													
華通	2313 TT	買進	76.4	2,625	22.5	11.0	15.7	32.5	30.0	34.0	2.4	2.6	2.3
台光電	2383 TT	買進	498.5	4,520	24.3	25.5	34.2	66.3	64.5	84.4	7.5	7.7	5.9
欣興	3037 TT	買進	178.0	8,349	39.5	12.3	15.0	58.0	59.9	67.0	3.1	3.0	2.7
景碩	3189 TT	持有-落後同業	96.2	1,451	22.1	(1.3)	4.9	75.8	69.5	73.0	1.3	1.4	1.3
臻鼎-KY	4958 TT	買進	101.5	3,083	16.7	7.0	10.4	102.3	90.0	97.3	1.0	1.1	1.0
台郡	6269 TT	持有-落後同業	88.2	881	13.9	9.1	11.3	77.3	74.2	79.9	1.1	1.2	1.1
南電	8046 TT	持有-落後同業	210.0	4,641	41.2	12.0	12.1	83.1	74.4	79.6	2.5	2.8	2.6
國內同業平均					25.7	10.8	14.8	70.8	66.1	73.6	2.7	2.8	2.4

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 9：季度及年度簡明損益表 (合併)

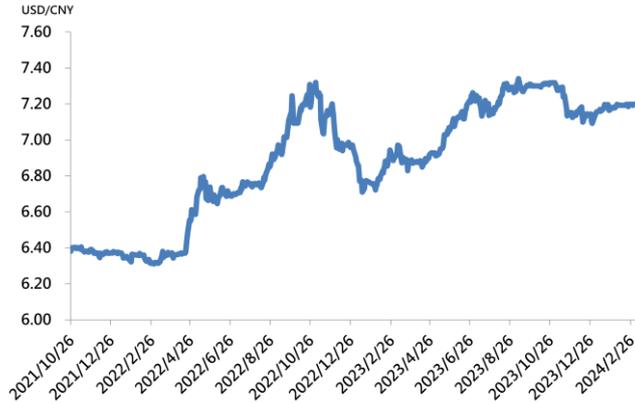
(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023A	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023A	FY2024F
營業收入	14,229	13,443	16,239	14,951	15,077	15,407	17,692	16,976	58,862	65,153
銷貨成本	(12,051)	(11,151)	(12,646)	(11,627)	(12,047)	(12,325)	(13,552)	(13,055)	(47,476)	(50,979)
營業毛利	2,177	2,292	3,593	3,324	3,030	3,081	4,140	3,922	11,387	14,173
營業費用	(1,121)	(1,086)	(1,265)	(1,291)	(1,161)	(1,186)	(1,362)	(1,307)	(4,763)	(5,017)
營業利益	1,056	1,207	2,328	2,033	1,870	1,895	2,778	2,614	6,624	9,157
業外利益	410	234	435	374	253	267	285	312	1,453	1,116
稅前純益	1,466	1,441	2,763	2,407	2,123	2,162	3,063	2,926	8,077	10,273
所得稅費用	(323)	(472)	(634)	(587)	(488)	(497)	(704)	(673)	(2,015)	(2,363)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	1,143	969	2,129	1,820	1,635	1,664	2,358	2,253	6,062	7,910
調整後每股盈餘(NT\$)	2.18	1.84	4.05	3.46	3.11	3.17	4.49	4.29	11.53	15.05
調整後加權平均股數(百萬股)	526	526	526	526	526	526	526	526	526	526
重要比率										
營業毛利率	15.3%	17.1%	22.1%	22.2%	20.1%	20.0%	23.4%	23.1%	19.3%	21.8%
營業利益率	7.4%	9.0%	14.3%	13.6%	12.4%	12.3%	15.7%	15.4%	11.3%	14.1%
稅前純益率	10.3%	10.7%	17.0%	16.1%	14.1%	14.0%	17.3%	17.2%	13.7%	15.8%
稅後純益率	8.0%	7.2%	13.1%	12.2%	10.8%	10.8%	13.3%	13.3%	10.3%	12.1%
有效所得稅率	22.0%	32.7%	22.9%	24.4%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	25.0%	23.0%
季增率(%)										
營業收入	-3.0%	-5.5%	20.8%	-7.9%	0.8%	2.2%	14.8%	-4.0%		
營業利益	-38.5%	14.3%	92.9%	-12.7%	-8.0%	1.3%	46.6%	-5.9%		
稅後純益	-31.2%	-15.3%	119.7%	-14.5%	-10.2%	1.8%	41.7%	-4.5%		
調整後每股盈餘	-31.2%	-15.3%	119.7%	-14.6%	-10.1%	1.8%	41.7%	-4.5%		
年增率(%)										
營業收入	-18.0%	-18.9%	-5.5%	2.0%	6.0%	14.6%	8.9%	13.5%	-10.5%	10.7%
營業利益	-31.1%	-25.7%	23.0%	18.3%	77.1%	57.0%	19.3%	28.6%	-2.1%	38.2%
稅後純益	-20.9%	-33.9%	30.9%	9.5%	43.0%	71.7%	10.8%	23.8%	-2.2%	30.5%
調整後每股盈餘	-20.9%	-33.9%	30.9%	9.4%	42.9%	71.8%	10.8%	23.9%	-2.3%	30.5%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

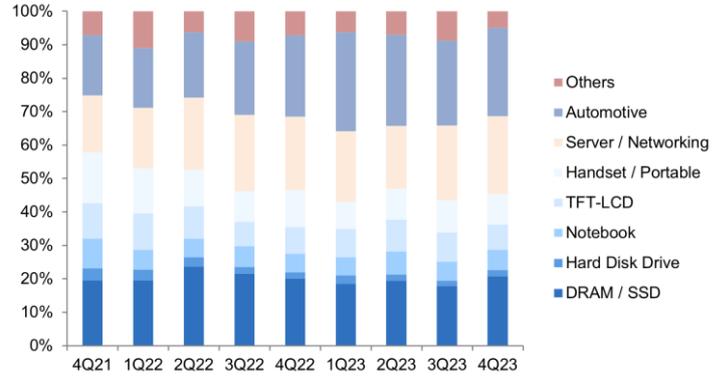
健鼎主要從事印刷電路板生產銷售，以多層板及高密度連結板為主。PCB 以應用領域區分，主要為電腦相關、伺服器/通信設備、消費性電子、汽車用電子產品、工業用/醫療用電子及軍用/航太用電子等。健鼎終端應用領域分散，主要應用包含伺服器板、汽車板、記憶卡板、面板、手機等產品，近期主要發展 HDI 板及伺服器、汽車相關應用 PCB 以提高其營運表現。

圖 10：人民幣 vs 美金匯率趨勢



資料來源：CMoney

圖 11：營收組成



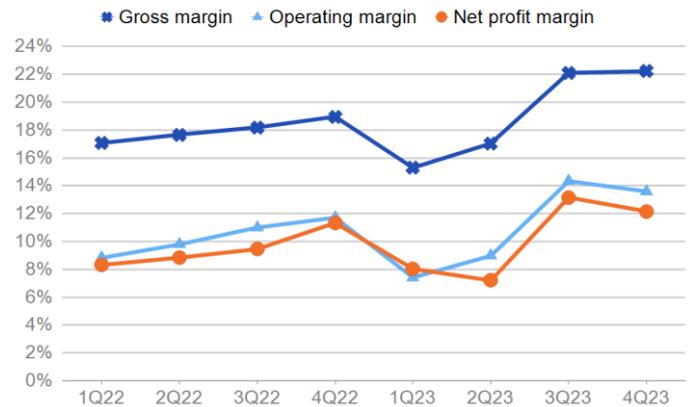
資料來源：公司資料

圖 12：營收趨勢



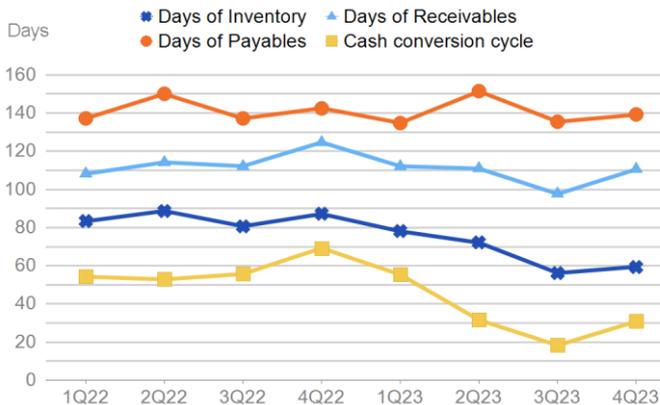
資料來源：CMoney、公司資料

圖 13：毛利率、營益率、淨利率



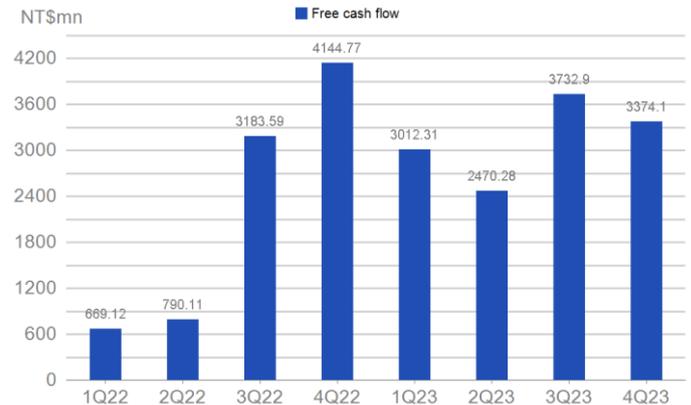
資料來源：CMoney、公司資料

圖 14：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 15：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。

- ▶ **ESG 總分**：健鼎整體的 ESG 風險評級屬於低風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於領先的位置，在電子零組件行業的公司中排名領先同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險**：健鼎的整體曝險屬於低等水準，優於電子零組件行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含營運方面的碳排、商業道德、公司在生產中使用原材料的效率(不包括能源和石油產品)等。
- ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力**：健鼎在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司對於 ESG 的揭露力度大，表明對投資者和公眾的責任感。其舉措雖不足以管理所有 ESG 相關風險，但健鼎截至目前並未涉及任何與 ESG 相關的重大爭議。

圖 16：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	16.3
在 ESG 議題上的曝險 (A)	34.0
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	55.0
風險評級	低 ★
同業排行(1~100, 1 為最佳)	10

資料來源：Sustainalytics (2024/3/6)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

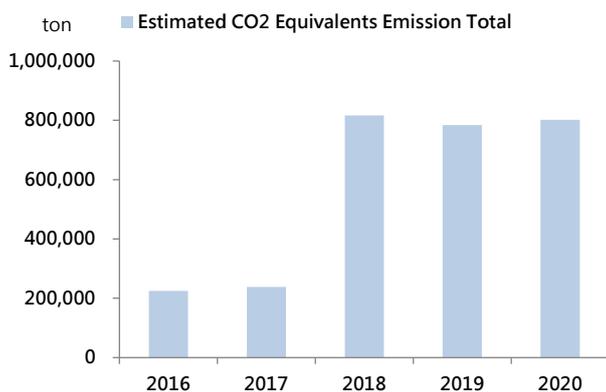
註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級： 極低 (0-10) 低 (10-20) 中 (20-30) 高 (30-40) 極高 (40+)

註 3：曝險分數評級： 低 (0-35) 中 (35-55) 高 (55+)

註 4：執行力分數評級： 弱 (0-25) 中 (25-50) 強 (50-100)

圖 17：預估二氧化碳當量排放量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 18：廢棄物回收率



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
現金與短期投資	18,864	15,219	37,994	39,262	43,909
存貨	13,158	11,185	7,725	10,482	10,408
應收帳款及票據	19,884	17,912	16,945	19,989	21,796
其他流動資產	2,588	1,911	4,070	4,070	4,070
流動資產	54,493	46,228	66,735	73,804	80,182
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	22,739	22,492	19,597	19,027	18,469
無形資產	83	57	35	35	35
其他非流動資產	7,472	7,767	6,081	6,044	6,007
非流動資產	30,294	30,316	25,713	25,106	24,511
資產總額	84,787	76,544	92,447	98,910	104,693
應付帳款及票據	9,210	6,048	17,860	20,230	21,886
短期借款	16,355	7,617	9,364	9,364	9,364
什項負債	17,278	16,679	15,816	15,816	15,816
流動負債	42,843	30,344	43,040	45,410	47,066
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	3,624	4,030	4,401	4,401	4,401
長期負債	3,624	4,030	4,401	4,401	4,401
負債總額	46,467	34,374	47,441	49,812	51,468
股本	5,256	5,256	5,256	5,256	5,256
資本公積	334	334	334	334	334
保留盈餘	36,267	38,795	40,941	45,033	49,160
什項權益	(3,544)	(2,222)	(1,532)	(1,532)	(1,532)
歸屬母公司之權益	38,313	42,163	44,998	49,090	53,218
非控制權益	7	8	8	8	8
股東權益總額	38,320	42,170	45,006	49,098	53,226

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
本期純益	5,858	6,201	6,062	7,910	9,111
折舊及攤提	4,052	5,012	5,171	4,807	4,711
本期營運資金變動	(6,154)	2,533	16,238	(3,431)	(76)
其他營業資產 及負債變動	779	(904)	643	0	0
營運活動之現金流量	4,535	12,843	28,114	9,286	13,746
資本支出	(7,114)	(4,055)	(3,337)	(4,200)	(4,116)
本期長期投資變動	0	0	3	0	0
其他資產變動	(3,576)	219	236	0	0
投資活動之現金流量	(10,690)	(3,836)	(3,097)	(4,200)	(4,116)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	2,489	(9,308)	1,351	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(3,863)	(3,679)	(3,916)	(3,818)	(4,983)
其他調整數	(145)	(60)	(21)	0	0
融資活動之現金流量	(1,519)	(13,047)	(2,586)	(3,818)	(4,983)
匯率影響數	505	396	344	0	0
本期產生現金流量	(7,169)	(3,645)	22,775	1,268	4,647
自由現金流量	(2,580)	8,788	24,777	5,086	9,630

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	63,000	65,784	58,862	65,153	70,319
銷貨成本	(51,101)	(53,979)	(47,476)	(50,979)	(54,277)
營業毛利	11,899	11,805	11,387	14,173	16,041
營業費用	(5,286)	(5,036)	(4,763)	(5,017)	(5,415)
推銷費用	(2,207)	(2,079)	(2,039)	(2,049)	(2,211)
研究費用	(211)	(240)	(242)	(234)	(253)
管理費用	(2,850)	(2,783)	(2,489)	(2,734)	(2,951)
其他費用	(18)	66	7	0	0
營業利益	6,613	6,769	6,624	9,157	10,627
利息收入	312	301	487	421	424
利息費用	(101)	(228)	(185)	(217)	(204)
利息收入淨額	211	73	302	205	221
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(304)	728	1,638	0	0
其他業外收入(支出)淨額	977	255	(487)	912	985
稅前純益	7,498	7,825	8,077	10,273	11,832
所得稅費用	(1,639)	(1,624)	(2,015)	(2,363)	(2,721)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	5,858	6,200	6,062	7,910	9,111
稅前息前折舊攤銷前淨利	11,651	13,065	11,795	13,963	15,338
調整後每股盈餘 (NT\$)	11.15	11.80	11.53	15.05	17.33

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	13.4	4.4	(10.5)	10.7	7.9
營業利益	0.6	2.3	(2.1)	38.2	16.1
稅前息前折舊攤銷前淨利	4.5	12.1	(9.7)	18.4	9.9
稅後純益	(4.4)	5.8	(2.2)	30.5	15.2
調整後每股盈餘	(4.4)	5.8	(2.3)	30.5	15.2
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	18.9	18.0	19.3	21.8	22.8
營業利益率	10.5	10.3	11.3	14.1	15.1
稅前息前淨利率	11.7	11.6	11.3	14.1	15.1
稅前息前折舊攤銷前淨利率	18.5	19.9	20.0	21.4	21.8
稅前純益率	11.9	11.9	13.7	15.8	16.8
稅後純益率	9.3	9.4	10.3	12.1	13.0
資產報酬率	7.3	7.7	6.6	8.0	8.7
股東權益報酬率	15.8	15.4	13.5	16.1	17.1
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	121.3	81.5	105.4	101.5	96.7
淨負債權益比 (%)	(6.6)	(18.0)	(63.6)	(60.9)	(64.9)
利息保障倍數 (倍)	75.2	35.4	44.6	48.4	59.1
流動比率 (%)	127.2	152.4	155.1	162.5	170.4
速動比率 (%)	91.9	111.2	137.1	139.4	148.3
淨負債 (NT\$百萬元)	(2,509)	(7,602)	(28,630)	(29,898)	(34,545)
調整後每股淨值 (NT\$)	72.89	80.22	85.61	93.40	101.25
評價指標 (倍)					
本益比	19.5	18.4	18.8	14.4	12.5
股價自由現金流量比	--	13.0	4.6	22.4	11.9
股價淨值比	3.0	2.7	2.5	2.3	2.1
股價稅前息前折舊攤銷前淨	9.8	8.7	9.7	8.2	7.4
股價營收比	1.8	1.7	1.9	1.8	1.6

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

健鼎 (3044 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20210507	134.00	173.00	143.77	買進	劉思良
2	20210716	123.50	171.00	150.13	買進	劉思良
3	20210809	121.50	160.00	140.48	買進	劉思良
4	20211109	119.00	148.00	129.94	買進	劉思良
5	20220124	128.50	160.00	140.48	買進	劉思良
6	20220224	128.00	158.00	138.72	買進	劉思良
7	20220510	123.00	145.00	127.31	買進	劉思良
8	20220809	101.50	130.00	122.13	買進	劉思良
9	20220929	93.00	129.00	121.19	買進	劉思良
10	20221113	94.50	116.00	108.97	買進	劉思良
11	20230317	105.00	110.00	103.34	持有-超越同業	張晏榮
12	20230522	122.00	150.00	140.91	買進	張晏榮
13	20230809	171.50	230.00	230.00	買進	張晏榮
14	20230913	194.00	300.00	300.00	買進	張晏榮
15	20231110	186.50	300.00	300.00	買進	張晏榮

資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.